



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

MESTRADO

FINANÇAS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

ANÁLISE DO DESEMPENHO DOS FUNDOS DE
INVESTIMENTO PORTUGUESES NOS MERCADOS
EMERGENTES

DENILSON MIGUEL DE SOUSA VICENTE

SETEMBRO-2012



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

MESTRADO EM FINANÇAS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO DISSERTAÇÃO

ANÁLISE DO DESEMPENHO DOS FUNDOS DE
INVESTIMENTO PORTUGUESES NOS MERCADOS
EMERGENTES

DENILSON MIGUEL DE SOUSA VICENTE

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA DOUTORA MARIA CÂNDIDA RODRIGUES
FERREIRA

SETEMBRO-2012

Abreviaturas e Acrónimos

AEIE - Acordos Estratégicos de Integração Económica

BRIC – Brasil; Rússia; Índia; China

CAPM - Capital Asset Pricing Model

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

INMEX – Índice do México

KRX100 - Korea Exchange 100

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OT – Obrigações do Tesouro

PIB – Produto Interno Bruto

PT – Portugal Telecom

PSI20 - Portuguese Stock Index 20

SHASHR - Shanghai Stock Exchange

Resumo

Os mercados emergentes, por apresentarem taxas de crescimento económico acentuadas, têm vindo a assumir-se como destino para o capital de diversos investidores que procuram rentabilizar o seu investimento. Assim, propusemo-nos aqui a estudar quais os mercados emergentes que têm sido mais solicitados pelos gestores de fundos de investimento em Portugal, tendo-se concluído que os gestores portugueses têm apostado fundamentalmente no Brasil e na Coreia do Sul como destino preferencial para os seus investimentos. O estudo realizado permitiu-nos quantificar o efeito que a variação do retorno do índice de mercado de uma determinada economia emergente implica na variação semanal do retorno dos fundos de investimento portugueses, que aplicam o capital nas economias emergentes, o que garante ao investidor um conjunto de informações que permite seleccionar com maior rigor o destino mais adequado para o seu capital.

Palavras-chave: Mercados Emergentes; Fundos de Investimento; Retorno.

Abstract

Once the emergent markets present an accented rate of economic growth, they have become the preferred destination for investors seeking for higher profit rates. Thus, we decided to study which emergent markets have been more requested by the investment fund managers in Portugal, and we concluded that the Portuguese investment fund managers chose basically Brazil and South Korea as preferential destination for their investments. The obtained results allowed us to quantify the return effect of a determined emerging market index weekly variation on the Portuguese investment funds return, that apply their capital in the emerging markets. We believe that our results may be useful and contribute to a more sustained choice of the investment destinations.

Keywords: Emergent markets; Investment fund; Return.

Índice

Abreviaturas e Acrónimos.....	3
Resumo.....	4
Abstract	5
Índice.....	6
Lista de Gráficos	7
Lista de Tabelas.....	7
Agradecimentos.....	8
I-INTRODUÇÃO.....	9
II-REVISÃO DA LITERATURA.....	11
III-ESTUDO DOS MERCADOS EMERGENTES	16
3.1-O que são mercados emergentes e como se caracterizam	16
3.2-Análise das correlações entre o psi20 e os índices representativos dos mercados emergentes seleccionados para o estudo	17
3.3-Fundos disponíveis em Portugal para investir nos mercados emergentes	20
IV- APLICAÇÃO EMPÍRICA	25
4.1-Hipótese de estudo	25
4.2-Dados e Metodologia.....	26
4.2.1-Dados	26
4.2.2-Modelo	29
V-ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	32
VI-CONCLUSÃO E TRABALHOS FUTUROS	38
6.1-Conclusão	38
6.2-Limitações do trabalho	39
6.3-Trabalhos futuros.....	40
BIBLIOGRAFIA.....	41
ANEXOS.....	43

Lista de Gráficos

Gráfico 1. Retorno médio acumulado dos fundos de investimento.....	23
--	----

Lista de Tabelas

Tabela 1. Correlação entre os índices representativos dos mercados emergentes	18
Tabela 2. Fundos de investimento seleccionados para o estudo.....	27
Tabela 3. Índices representativos dos mercados emergentes	27
Tabela 4. Estatística descritiva dos dados. Dados semanais (Obs=276)	28
Tabela 5. Regressão do retorno de cada um dos fundos em análise em relação ao excesso de retorno (e.r) dos mercados emergentes.....	33
Tabela 6. Resultados do modelo que considera todos os mercados emergentes como variáveis exógenas.....	43
Tabela 7. Resultados do modelo da 1ª diferença. Estudo da estacionariedade.	45
Tabela 8. Ficha técnica do fundo BPI Brasil.	46
Tabela 9. Ficha técnica do fundo Caixage Pl.	46
Tabela 10. Ficha técnica do fundo Esmemgt Pl	47
Tabela 11. Ficha técnica do fundo Finbmem Pl.	48
Tabela 12. Ficha técnica do fundo Afmerem Pl.	49
Tabela 13. Lista dos 1ºs 35 fundos de investimento com domicílio em Portugal. Encontram-se ordenados por ordem decrescente de taxa de retorno total. (Obs: Dados recolhidos em Abril 2012).....	50

Agradecimentos

Agradeço pela crítica mais severa apenas se ela permanecer imparcial (Otto Bismarck). É assim que encaro todos os contributos que tive a oportunidade e o prazer de receber durante a realização do meu Trabalho Final de Mestrado.

Agradeço à Professora Doutora Maria Cândida Rodrigues Ferreira pela total disponibilidade, sabedoria, espírito crítico e ensinamentos constantes em todo o processo de orientação científica desta dissertação. Foi um prazer partilhar este trabalho consigo.

Aos meus pais, um agradecimento especial, não só pela educação que fez de mim a pessoa que hoje sou, mas também pelo apoio incondicional que sempre me ofereceram.

Aos meus irmãos, agradeço o apoio moral e o companheirismo que sempre me ofereceram. A vida é mais fácil com o vosso apoio.

Agradeço o amor e o carinho que a minha namorada tem por mim. Com ela sou mais forte.

Agradeço à TOTAL E&P Angola por apostar em mim, concedendo-me uma bolsa de estudo.

Por fim, agradeço a todos os meus amigos, que de uma forma ou de outra, ajudaram-me a concluir esta fase da minha vida.

A todos, o meu muito obrigado!

I-INTRODUÇÃO

Com o despoletar da crise financeira de 2007/2008, o mercado accionista português, tal como aconteceu no resto do mundo, assistiu a uma desvalorização tremenda dos seus activos cotados em bolsa, situação esta que foi agravando-se com a conjuntura macroeconómica vivida no país, verificando-se uma diminuição acentuada da liquidez, aumento de impostos, diminuição da confiança do consumidor/investidor, bem como uma série de medidas de austeridade que visam equilibrar as contas públicas, mas que têm vindo a limitar o crescimento económico nacional. Analisando o histórico das cotações bolsistas das acções cotadas na bolsa de valores nacional, psi20, concluímos que as acções das empresas portuguesas apresentam um grande potencial de valorização, visto que as cotações actuais estão muito aquém do valor fundamental. No entanto, para que esta valorização dos activos se verifique, é necessário que ocorra a recuperação da economia real, o que é difícil conjecturar no cenário actual. Assim, com a conjuntura económica que se faz sentir, ganha espaço o investimento nos mercados emergentes, visto que este representa uma oportunidade de investir em economias com taxas de crescimento mais favoráveis.

Actualmente, o processo de globalização, destacando neste ponto a globalização financeira, bem como o surgimento dos mercados financeiros nos países emergentes, tem permitido criar um fluxo de capital entre as economias mais desenvolvidas e as economias emergentes, possibilitando uma relação *win-win*, visto que, por um lado, os investidores internacionais conseguem alcançar taxas de retorno superiores às verificadas nas suas economias domésticas, conseguindo ainda diluir o risco de investimento através da diversificação da carteira, e, por outro lado, os países

emergentes conseguem atrair capital para as suas economias, permitindo aumentar o nível de liquidez de mercado, diminuir o nível de endividamento das suas empresas, permitindo, assim, reformular o seu modelo económico e atingir um crescimento mais sustentado.

Com a elaboração deste trabalho pretende-se analisar a dependência de cada fundo de investimento português, em relação ao mercado emergente escolhido como destino de investimento. Essa análise é feita recorrendo a uma regressão linear, que visa quantificar as alterações nos retornos dos fundos, resultante das variações dos retornos dos mercados emergentes. Assim, define-se como hipótese de estudo H: **O retorno dos índices representativos dos mercados emergentes é estatisticamente significativo para explicar o desempenho dos fundos de investimento portugueses com foco nos mercados emergentes.** Na sequência desta análise, procura-se ainda perceber quais os mercados emergentes mais solicitados pelos gestores de fundos de investimento em Portugal, tendo-se concluído que o Brasil e a Coreia do Sul apresentam-se como os principais candidatos a receber o capital português.

O trabalho que aqui se apresenta é inspirado no estudo desenvolvido por Cao e Jayasuryia (2011), onde se analisa a influência exercida pela volatilidade dos índices de acções e obrigações dos mercados emergentes sobre o desempenho dos fundos de investimento locais, que operam nessas mesmas economias emergentes, que incluem no seu portfólio activos representativos do mercado. Com este trabalho os autores procuram perceber e quantificar as variações no retorno dos fundos de investimento, conforme o desempenho do índice de acções/obrigações local. O trabalho desenvolvido por Kotkatvuori–Ornberg *et al.* (2011) também exerce uma ampla influência na

metodologia de abordagem utilizada neste estudo. Estes autores consideram que os fundos que apresentam como estratégia de investimento a colocação de activos em mercados agregados com foco geográfico, sendo exemplo disso os países da Europa do Leste, geralmente apresentam retornos superiores aos fundos que investem globalmente, sem definir uma área geográfica específica.

Este trabalho procura ser conciso, apresentando, após à introdução, o capítulo II, onde é feita uma revisão bibliográfica dos estudos mais relevantes para a elaboração deste ensaio. No capítulo III apresenta-se uma breve caracterização dos mercados emergentes, bem como se analisa a possibilidade de investir nas economias emergentes em Portugal. No capítulo IV apresentam-se os dados utilizados na aplicação do modelo econométrico e a metodologia de análise a adoptar. O capítulo V corresponde à análise dos resultados encontrados no capítulo IV, concluindo-se quanto à validade da hipótese de estudo proposta. Por fim, apresenta-se uma conclusão geral do trabalho, capítulo VI, sublinhando-se algumas limitações deste estudo bem como sugerindo-se algumas pistas para trabalhos futuros que seriam complementares a este ensaio.

II-REVISÃO DA LITERATURA

O estudo dos fundos de investimento com enfoque nos mercados emergentes tem vindo a ganhar interesse académico nos últimos anos devido à ideia de que estes fundos podem assegurar um retorno positivo independentemente das condições de mercado. É nesta perspectiva que tem surgido alguma bibliografia, embora ainda pouco expressiva, que tem procurado conhecer o comportamento dos mercados emergentes que apresentam padrões díspares dos encontrados nos mercados desenvolvidos. Aqui

apresentam-se apenas alguns dos exemplos mais relevantes, não se pretendendo fazer uma revisão bibliográfica muito alargada, mas sim, uma revisão mais focada nos trabalhos que apresentem um contributo significativo para este estudo. Saliente-se que apesar de este trabalho ter sido inspirado em trabalhos anteriores, é um trabalho pioneiro, não havendo uma bibliografia específica que permita comparação de resultados.

Temos vindo a assistir a um aumento significativo das oportunidades de investimento nos mercados emergentes, tendo-se verificado o aumento da oferta de fundos de investimento mútuos por parte das agências de investimento, de forma a permitir aos investidores aplicar o seu capital nesses países. De acordo com Gottesman e Morey (2007), em 1991 existiam apenas nove fundos de investimento, registados na base de dados *Morningstar*, com enfoque geográfico nos mercados emergentes, tendo esse número aumentado para mais de duzentos no início de 2006.

Este interesse nos mercados emergentes prende-se fundamentalmente com o princípio de diversificação de carteiras, proposto por Markowitz (1952), que defendeu que decisões relacionadas à selecção de investimentos devem ser tomadas com base na relação risco-retorno. Grubel (1968), baseando-se no estudo desenvolvido por Markowitz (1952), demonstrou que uma carteira internacionalmente diversificada apresentava taxas de retorno mais elevadas ou níveis de variância mais baixos comparativamente a uma carteira que considerasse unicamente activos nacionais no seu portfólio. Em Cao e Jayasuryia (2011), defende-se o mesmo princípio, argumentando-se que a baixa correlação verificada entre os mercados desenvolvidos e os mercados emergentes potencia o investimento nos activos financeiros destas economias com

crescimento mais acentuado, que têm vindo a realizar um *catching-up*, aproximação em termos de desenvolvimento económico, às economias mais desenvolvidas, conseguindo assim o investidor constituir uma carteira de títulos diversificada, no sentido de dispersar o capital a investir por diferentes activos a nível global, que lhe permite uma redução considerável do risco e lhe confere a oportunidade de obter retornos consideravelmente superiores aos que obteria com uma carteira pouco diversificada e que investisse num único mercado.

Com a expansão económica verificada nas economias emergentes têm surgido alguns estudos que procuram perceber quais os factores que condicionam o desempenho dos activos nos mercados emergentes. Gottesman e Morey (2006) depois de analisarem um vasto conjunto de características dos fundos mútuos, tais como o rácio de despesa¹, os resultados passados do fundo, o volume de negócios e o *rating* da *Morningstar*, concluíram que a única característica que permitia prever o desempenho futuro de um fundo era o rácio de despesa, sendo que os fundos com menor rácio de despesa conjecturavam um desempenho mais favorável no futuro. Nesse mesmo estudo, os autores concluíram que nos mercados emergentes os fundos com gestão passiva² apresentavam um desempenho superior aos fundos com gestão activa³. Detzel e Weigand (1998), por seu turno, defenderam que o retorno alcançado por um fundo no passado recente era o indicador mais importante a ter em conta na selecção de fundos, defendendo uma certa persistência ou inércia quanto aos resultados alcançados por um fundo.

¹ Uma medida de quanto custa a uma agência de investimento operar um fundo mútuo.

² Fundos que replicam o *benchmark* de mercado.

³ Verifica-se quando o gestor do fundo procura alcançar taxas de retorno superiores a do *benchmark* de mercado.

Por outro lado, a volatilidade dos mercados emergentes tem sido um dos principais temas de estudo por parte dos académicos que têm as economias emergentes como objecto de estudo, isto porque, por norma, os mercados emergentes são mais voláteis que os mercados desenvolvidos. O estudo da volatilidade é de uma importância extrema visto que ela condiciona todas as estratégias de investimento levadas a cabo pelos gestores dos fundos de investimento. Nesse sentido, Cao e Jayasuriya (2011) procuraram avaliar de que forma a volatilidade verificada no índice de acções e obrigações de cada país emergente escolhido para a amostra afectava o desempenho dos fundos de investimento, tendo concluído que o impacto não era estatisticamente significativo, não influenciando o retorno dos fundos de investimento. Bekaert e Harvey (1997) procuraram examinar os diferentes aspectos que determinam que a volatilidade seja diferente nos vários mercados emergentes, tendo concluído que a volatilidade tende a ser menor nos mercados/economias mais abertas, em termos de comércio internacional. Nesse mesmo estudo, os autores analisaram qual o efeito da liberalização dos mercados de capitais na volatilidade, tendo concluído que a volatilidade ou se manteve igual ou então diminuiu em 13 dos 17 países emergentes observados, depois de se ter procedido a uma liberalização do mercado.

De forma a perceber a influência que o posicionamento geográfico das agências de investimento exerce sobre o retorno dos fundos de investimento, que definem como estratégia investir em activos dos mercados emergentes, Teo (2009) comparou o retorno alcançado pelos fundos que apresentam uma presença física, agência de investimento ou escritório de pesquisa de mercado, com os que não se encontram representados no mercado onde investem, tendo concluído que os primeiros apresentam um retorno

superior em 3,72% por ano em relação aos fundos sem presença física. Detzel e Weigand (1998) defenderam que a informação local representa um papel extremamente importante na previsão do retorno futuro dos fundos nos mercados emergentes, sendo menos preponderante nos mercados desenvolvidos. Coval e Moskowitz (2001) demonstraram que os gestores de fundos mútuos nos E.U.A são mais hábeis a escolher acções de empresas mais próximas fisicamente do que de empresas domiciliadas em zonas geográficas mais distantes. Hau (2001) defendeu que os gestores locais de fundos mútuos apresentam melhores resultados que os gestores estrangeiros no mercado alemão, isto por conhecerem melhor as empresas e apresentarem uma sensibilidade maior ao mercado. Ferreira *et al.* (2010) defendem a proximidade geográfica como uma vantagem comparativa, tendo os investidores locais acesso a informação privilegiada. Kotkatvuori-Ornberg *et al.* (2011), consideram que, quando os fundos investem num mercado emergente específico, admitindo um foco geográfico preciso, evitando assim a dispersão do capital por diferentes áreas geográficas, conseguem superar o desempenho apresentado pelo *benchmark* do mercado onde estão inseridos, ao contrário do que defenderam Peltomaki (2008) e Abugri e Dutta (2009), que afirmaram que muito dificilmente os fundos de investimento nos mercados emergentes conseguiriam superar o desempenho conseguido pelo índice de referência do mercado onde o fundo colocava o seu investimento.

Teo (2009) defende que os fundos domiciliados nos grandes mercados financeiros, E.U.A e Inglaterra, apesar de não estarem presentes fisicamente nos mercados emergentes, e não beneficiarem da informação privilegiada que lhes permitiria alcançar

um desempenho superior, conseguem atrair maior capital por estarem próximo dos grandes investidores, conseguindo cobrar taxas mais elevadas.

Por fim, em Bekaert e Harvey (1997) procurou-se realizar um estudo comparativo entre as acções dos mercados emergentes e as acções das economias desenvolvidas, tendo-se concluído que existem algumas diferenças, destacando-se os retornos médios que são mais elevados, a correlação com os mercados desenvolvidos é mais baixa, e a volatilidade é mais elevada nas economias emergentes.

III-ESTUDO DOS MERCADOS EMERGENTES

Neste capítulo pretende-se definir e caracterizar de forma sucinta os mercados emergentes. Depois de uma breve caracterização dos diversos mercados emergentes e de se avaliar a relação que se estabelece entre eles, prossegue-se com a descrição e avaliação de desempenho de alguns fundos existentes em Portugal que permitem investir nas economias emergentes.

3.1-O que são mercados emergentes e como se caracterizam

Os mercados emergentes definem-se como sendo mercados de países que apresentam elevadas taxas de crescimento económico, embora apresentando valores para o PIB *per capita* consideravelmente inferiores aos dos países considerados desenvolvidos.

Muitos destes mercados partilham entre si algumas características comuns, das quais destacamos, não só as altas taxas de crescimento, consideravelmente superiores às verificadas nos países desenvolvidas, como também a elevada influência governamental

na economia, não se verificando em algumas uma plena economia de mercado, e ainda um mercado de capitais consideravelmente menos desenvolvido que o existente nas economias desenvolvidas, o que implica níveis de liquidez mais reduzidos. A nível sócio – económico, estes mercados geralmente apresentam algumas debilidades estruturais, derivadas de um historial de instabilidade política e económica, menores níveis de investimento privado, embora seja usual o processo de privatizações de algumas empresas estatais, com vista a incentivar o aparecimento de uma economia de mercado, infra-estruturas débeis, bem como níveis de inflação relativamente superiores aos apresentados pelas economias desenvolvidas. Importa salientar neste ponto que, sendo o risco financeiro nos mercados emergentes superior ao verificado nos países desenvolvidos, o retorno sobre os capitais investidos, exigido pelos investidores, é maior do que o verificado nos países desenvolvidos. Para aprofundar esta caracterização ver Khambata (2000).

3.2-Análise das correlações entre o psi20 e os índices representativos dos mercados emergentes seleccionados para o estudo

Neste trabalho será também analisada a relação entre o mercado de capitais português, representado pelo psi20, e os vários mercados emergentes, através do estudo das correlações, de forma a avaliar a possibilidade de diversificação da carteira de investimento recorrendo a distribuição do capital do fundo pelos diferentes mercados. Para a realização deste ensaio, procurou-se seleccionar um conjunto de economias emergentes, capazes de representar o potencial económico reconhecido a este grupo de países. Assim sendo, incluiu-se na amostra três representantes dos BRIC, nomeadamente o Brasil, a Rússia e China, bem como outras economias emergentes,

caso da África do Sul, da Coreia do Sul e do México. Com esta selecção de países, conseguiu-se abranger uma distribuição geográfica considerável, bem como seleccionar algumas das economias emergentes com mais pujança na actualidade. Existe algum consenso internacional de que, continuando a alcançar as taxas de crescimento que têm conseguido até aqui, os BRIC serão o principal aglomerado económico no futuro.

Para representar cada uma das economias seleccionadas, foi eleito o índice representativo⁴ do mercado de acções de cada um dos países, de forma a permitir criar uma base de dados, recorrendo a cotação semanal de cada índice, estando todos os valores considerados em Euros.

O cálculo das correlações foi efectuado com o *software* estatístico Stata, mediante a utilização da série de retornos semanais de cada um dos respectivos índices de mercado.

Tabela 1. Correlação entre os índices representativos dos mercados emergentes

	Portugal	Brasil	México	África do Sul	Coreia do Sul	Rússia	China
Portugal	1						
Brasil	0,721	1					
México	0,676	0,819	1				
Áfr. do Sul	-0,125	-0,023	-0,018	1			
Cor. do Sul	0,568	0,689	0,672	0,009	1		
Rússia	0,569	0,699	0,675	-0,017	0,628	1	
China	0,034	0,105	0,073	-0,003	0,184	0,037	1

Elaborado por: Denilson Vicente

Da análise do quadro, percebe-se que existe uma forte correlação entre o mercado português (psi20) e o mercado brasileiro (Ibovespa), sendo superior a 70%. Teoricamente, estes dois mercados não seriam ideais para o processo de diversificação de carteiras, no caso de se constituir um portfólio que procura-se replicar o desempenho

⁴ Encontram-se disponíveis na tabela 3, pág. 27

dos dois índices, no entanto, da análise realizada as acções cotadas em ambos os mercados, conclui-se que esta elevada correlação deve-se fundamentalmente às participações de algumas empresas portuguesas, destacando-se a Galp e a PT, que são duas das empresas portuguesas com maior capitalização bolsista, que estão presentes no Brasil, onde possuem uma grande fatia dos seus investimentos, sendo assim, o desempenho alcançado por estas empresas no Brasil, condiciona o desempenho das respectivas acções no mercado português, fazendo com que exista uma certa simbiose entre os dois mercados. No entanto, o investidor nacional pode adquirir títulos de participação em outras empresas brasileiras, que não apresentam relação alguma com o mercado português, conseguindo assim diversificar o seu portfólio e diminuir o risco.

Por seu lado, a correlação existente entre o mercado brasileiro (Ibovespa) e o mercado mexicano (Inmex) é ainda maior, sendo aproximadamente igual a 82%. Esta correlação é bastante elevada, o que implica que um fundo que contenha activos do mercado brasileiro e activos do mercado mexicano, não consiga alcançar a diversificação ideal, não conseguindo diminuir o risco específico da carteira. Na origem desta correlação tão elevada, está a proximidade geográfica dos dois mercados, bem como, os acordos estratégicos de integração económica (AEIE) estabelecidos entre o Brasil e o México.

Das correlações observadas, verificamos que, a China (Shashr) e a África do Sul (Johvol), são as economias que apresentam uma menor interdependência com os restantes mercados emergentes. No caso da China, esta evidência pode fundamentar-se com o facto de o modelo económico chinês pressupor uma política de exportações de bens materiais para o resto do mundo, países desenvolvidos e países em

desenvolvimento, não estando unicamente dependente dos restantes mercados emergentes. Argumenta-se ainda que, sendo a China a segunda economia mundial, em termos de PIB, muito dificilmente o desempenho das restantes economias emergentes condicionaria o desempenho da economia chinesa. Por seu turno, a África do Sul apresenta níveis de correlação próximos de zero com as restantes economias emergentes, o que se justifica pela posição geográfica e pela preferência que aquele país africano apresenta em manter relações comerciais com a Holanda e com alguns países da Commonwealth, com destaque para o Reino Unido.

A excepção da relação simbiótica entre o Brasil e o México conclui-se que, de forma geral, os mercados emergentes são independentes entre si, havendo a possibilidade de criar uma carteira diversificada, que seja constituída por activos das diferentes economias emergentes. Da perspectiva de um investidor internacional, os mercados que não são altamente correlacionados entre si são candidatos ideais para a diversificação, Cao e Jayasuriya (2011).

3.3-Fundos disponíveis em Portugal para investir nos mercados emergentes

Em Portugal, segundo um estudo levado a cabo pela CMVM (Estudo n.º3/2009), o investimento em títulos mobiliários é pouco comum, limitando-se o investidor nacional a adquirir certificados de aforro ou a aplicar as suas poupanças em depósitos a prazo. Das 15.149 famílias inquiridas, concluiu-se que menos de 10 por cento das famílias portuguesas possuem outros produtos financeiros tais como acções, obrigações, unidades de participação em fundos de investimento, produtos estruturados e derivados ou ainda fundos e planos de poupança reforma. A iliteracia financeira e os baixos níveis

de poupança foram indicados como sendo as principais razões para justificar esta baixa aderência aos produtos financeiros disponíveis no mercado.

Nesta secção do trabalho pretende-se descrever e avaliar algumas das possibilidades de investimento nos mercados emergentes disponíveis em Portugal. Assim, constatamos que estão disponíveis alguns fundos de investimento que definem como estratégia a colocação do capital em empresas cotadas na bolsa de valores de economias emergentes. Esses fundos são fundamentalmente comercializados pelas instituições financeiras.

Começar-se-á por descrever cada um dos fundos seleccionados da base de dados, disponível na *Bloomberg*, referente aos fundos de investimento com domicílio em Portugal.

Para a constituição da amostra foram seleccionados os fundos de investimento com domicílio em Portugal, activos entre o período de 08 de Setembro de 2006 e 31 de Dezembro de 2011, cotados em Euros e cuja estratégia de investimento tivesse em conta a aplicação do capital nos mercados emergentes. De entre os fundos que considerassem esta estratégia foram seleccionados os cinco fundos que apresentassem maior índice de sharpe. Assim, de uma amostra de trezentos e dois fundos, número total de fundos de investimento domiciliados em Portugal, seleccionaram-se cinco, exclusivamente focados nos mercados emergentes, que a seguir se apresentam:

- BPI BRASIL

É um fundo aberto, domiciliado em Portugal, cujo objectivo passa por investir em títulos de dívida e acções de empresas cotadas no mercado brasileiro, que apresentem

possibilidade de crescimento no médio/longo prazo. O fundo reserva-se ainda o direito de investir 10% do valor total de investimento em derivados financeiros, como opções e futuros. O fundo BPI BRASIL investe o capital exclusivamente no mercado brasileiro.

- CAIXAGE PL

É um fundo que tem como custodiante a Caixa Geral de Depósitos, e que define como estratégia a colocação do capital em títulos altamente líquidos dos mercados emergentes, seleccionando como mercados preferenciais a África do Sul, Argentina, Austrália, Brasil, Coreia do Sul e Hong Kong.

- ESMEMGT PL

O Espírito Santo Mercados Emergentes é um fundo aberto com domicílio em Portugal, que tem como objectivo alcançar um crescimento rápido. O fundo foca o seu investimento em acções de empresas dos mercados emergentes, principalmente na Europa do Leste, Asia e América Latina.

- FINBMEM PL

O Finibond Mercados Emergentes é um fundo aberto com sede em Portugal, que apresenta como estratégia a colocação dos seus activos na aquisição de acções de empresas cotadas nos mercados emergentes. Este fundo pretende atingir um crescimento do capital no curto/médio prazo.

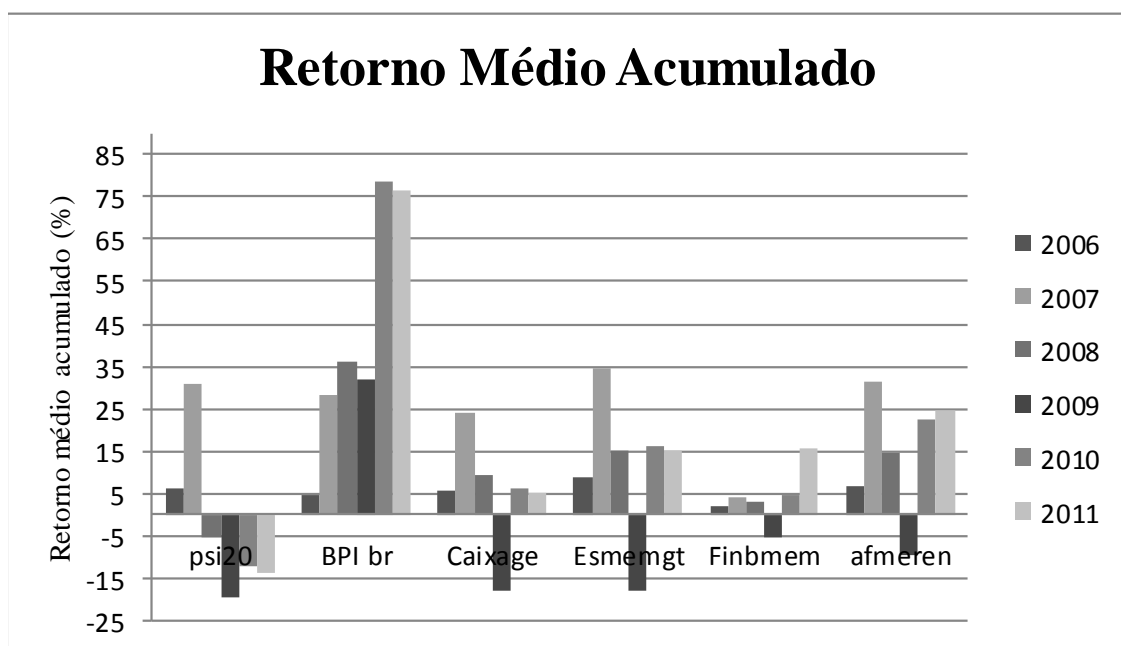
- AFMEREM PL

O Millennium Mercados Emergentes é um fundo aberto domiciliado em Portugal, que tem como estratégia o crescimento do capital no longo prazo. O fundo aloca os seus

ativos nos países da OCDE e nas principais economias emergentes, como o Brasil e a China.

Depois de apresentados os fundos de investimento seleccionados para amostra, pode-se observar, no gráfico que se segue, a evolução do retorno médio acumulado dos respectivos fundos, que mede o somatório dos retornos percentuais dos períodos anteriores, desde a data de 01 de Setembro de 2006 a 31 de Dezembro de 2011, comparativamente ao psi 20.

Gráfico 1. Retorno médio acumulado dos fundos de investimento



Elaborado por: Denilson Vicente

Fonte: Bloomberg

A análise ao primeiro triénio, 2006, 2007 e 2008, permite observar que todos os fundos, bem como o psi20, apresentavam taxas de crescimento positivas no período que antecedeu à crise financeira, que teve como início, meados do ano de 2007. Se observarmos a transição de 2007 para 2008, verificamos que, com o despoletar da crise

financeira, à excepção do fundo BPI brasil, todos os outros fundos e o índice psi20, registaram uma diminuição muito significativa do retorno médio acumulado, o que indica que as taxas de retorno foram negativas nesse período, o que se enquadra perfeitamente no cenário global que se fez sentir com o início da crise financeira. O facto de o psi20 ter registado a perda mais significativa, indica-nos que o mercado português estava mais exposto às debilidades que levaram ao colapso dos mercados financeiros. Por outro lado, se olharmos para a ficha técnica do fundo BPI brasil, disponível em anexo, observamos que a totalidade do capital é investida no mercado brasileiro, sendo aproximadamente 30% investido em títulos de dívida pública, justificando assim as taxas de crescimento positivas, mesmo com o início da crise.

No segundo triénio, 2009, 2010 e 2011, destacam-se dois períodos, o primeiro remete-se ao ano de 2009, que evidencia um período mais crítico para os mercados, tendo em conta que todos os fundos e o psi20, registaram taxas de crescimento negativas, passando mesmo a apresentar, à excepção do fundo BPI brasil, um retorno médio acumulado negativo, o que indica que, se um investidor tivesse adquirido títulos de participação em algum desses fundos, estaria a perder dinheiro. O segundo período, 2010 e 2011, mostra uma recuperação económica, fundamentalmente para os fundos de investimento, visto que a média de retorno acumulado do psi20 manteve-se negativa, sendo aproximadamente igual a -10%. O fundo BPI brasil foi o que apresentou uma recuperação mais enérgica, tendo mesmo terminado o ano de 2011 com um retorno médio acumulado a rondar os 75%. Os restantes fundos apresentaram no final do ano de 2011 um retorno médio acumulado positivo, bastante superior ao alcançado pelo *benchmark* de mercado. Assim, conclui-se que apesar de os fundos de investimento que

colocam o capital nas economias emergentes terem sido igualmente afectados pela crise financeira, apresentaram uma capacidade de resposta bastante superior à verificada pelo mercado português. Se analisarmos a ficha técnica de cada fundo, disponibilizada em anexo, conseguimos perceber que o facto de estes fundos investirem nos mais variados sectores dos mercados emergentes, permitiu-lhes alcançar taxas de crescimento bastante superiores às verificadas no mercado nacional.

IV- APLICAÇÃO EMPÍRICA

Depois de caracterizar os mercados emergentes e analisar algumas das possibilidades disponíveis em Portugal para investir neste mesmos mercados, pretende-se agora responder ao cerne deste trabalho. Assim, neste capítulo descreve-se a hipótese de estudo, apresentam-se os dados da amostra e a metodologia a adoptar.

4.1-Hipótese de estudo

Com a elaboração deste trabalho pretende-se conhecer melhor o desempenho dos fundos de investimento portugueses que aplicam o capital nos mercados emergentes. Assim, procede-se a uma análise estatística de forma a conhecer quais são os mercados emergentes, entre a amostra seleccionada, que condicionam mais o desempenho destes fundos, procurando deste modo apurar quais as economias emergentes mais solicitadas pelos gestores de fundos de investimento em Portugal. Esta metodologia de análise, tal como já foi referido, é inspirada no trabalho desenvolvido por Kotkatvuori-Ornberg *et al.* (2011), embora a finalidade seja diferente, uma vez que estes autores procuram estudar a influência que a dispersão do capital por várias áreas geográficas acarreta para o retorno do fundo, enquanto que neste trabalho se analisa econometricamente a

contribuição que cada mercado emergente, seleccionado para a amostra, oferece para o desempenho dos fundos de investimento portugueses com foco nos mercados emergentes. Importa lembrar que este estudo segue ainda de perto o trabalho desenvolvido por Cao e Jayasurya (2011), onde se analisa a influência exercida pela volatilidade dos índices de acções e obrigações dos mercados emergentes sobre o desempenho dos fundos de investimento locais.

Tal como já referimos, a nossa hipótese de estudo é: **o retorno dos índices representativos dos mercados emergentes é estatisticamente significativo para explicar o desempenho dos fundos de investimento portugueses com foco nos mercados emergentes.**

4.2-Dados e Metodologia

4.2.1-Dados

Para a elaboração deste trabalho define-se como período de análise o espaço de tempo compreendido entre 08 de Setembro de 2006 e 31 de Dezembro de 2011. A série apresenta 276 observações, sendo que cada observação corresponde ao retorno semanal de cada fundo, tendo este retorno sido calculado mediante a diferença logarítmica entre a cotação do fundo em t e $t-1$ (espaço temporal correspondente a uma semana). A recolha dos dados constituintes da amostra realizou-se em Abril de 2012, tendo sido utilizada a base de dados disponibilizada pela *Bloomberg*. Foram considerados unicamente os fundos activos no respectivo período de análise, sendo o Euro a moeda de referência.

Pode-se observar na tabela 2 os fundos de investimento seleccionados para este estudo, já apresentados no capítulo III, tendo sido escolhidos na base de dados representativa dos fundos de investimento com domicílio em Portugal, que é constituída por 302 fundos. O critério de selecção consistiu na análise da estratégia de investimento adoptada por cada fundo, tendo sido seleccionados os que apresentavam uma estratégia de investimento com foco geográfico nos mercados emergentes.

Tabela 2. Fundos de investimento seleccionados para o estudo.

Fundo	Custodiante	Isin
BPI BR	BPI	PTYPIDLM0011
CAIXAGE PL	CGD	PTCXGKLM002
ESMEMGT PL	BES	PTYESOLM0001
FINBMEM PL	FINIBANCO	PTYDAELM0004
AFMEREM PL	BCP	PTYAFGLM0000

Fonte: Bloomberg

Os índices representativos dos diferentes mercados emergentes seleccionados para análise, também já referidos no capítulo III, encontram-se na tabela 3, tendo sido recolhidos na *Bloomberg*. Para efectuar os cálculos econométricos foram utilizados os retornos semanais de cada índice, que corresponde a diferença logarítmica entre a cotação do índice em t e $t-1$.

Tabela 3. Índices representativos dos mercados emergentes.

Mercado Emergente	Índice
Brasil	Ibovespa
México	Inmex indice
África do Sul	Johvol
Coreia do Sul	Krx100
Rússia	Indexcf
China	Shashr

Fonte: Bloomberg

Para a elaboração deste estudo, considerou-se o modelo econométrico, apresentado na secção seguinte deste tópico, que irá analisar a diferença entre o retorno de um índice e o retorno de um activo sem risco, denominando esta diferença por excesso de retorno do respectivo índice. Assim, como activo sem risco, seleccionou-se uma obrigação do tesouro alemão⁵, tendo a série de preços sido recolhida no Datastream.

Na tabela 4 podemos analisar⁶ a estatística descritiva de todos os activos utilizados na elaboração deste trabalho.

Tabela 4. Estatística descritiva dos dados. Dados semanais (Obs=276).

Variáveis	Retorno médio semanal	Desvio Padrão	Retorno Mín.	Retorno Máx.
BPI BR	0,19%	3,25%	-16,60%	13,85%
CAIXAGE PL	-0,02%	3,87%	-22,98%	17,38%
ESMEMGT PL	-0,01%	3,76%	-26,90%	15,81%
FINBMEM PL	-0,02%	1,14%	-7,93%	4,55%
AFMEREM PL	0,03%	3,64%	-20,06%	11,93%
Portugal	-0,22%	3,23%	-20,57%	8,51%
Brasil	0,21%	5,62%	-33,68%	23,50%
México	0,10%	4,80%	-29,92%	22,39%
Áfr. do Sul	-0,41%	38,50%	-195%	116%
Cor. do Sul	0,05%	4,63%	-24,51%	23,24%
Rússia	-0,07%	5,81%	-27,16%	39,96%
China	0,17%	4,11%	-12,29%	14,60%
OT alemã	-0,01%	0,35%	-1,48%	1,15%

Elaborado por: Denilson Vicente

Da análise da tabela 4 podemos observar que, em média, os retornos semanais mais elevados foram alcançados pelo fundo BPI Brasil e pelo mercado brasileiro (Ibovespa), tendo este valor sido aproximadamente igual a 0,2%. Por outro lado, o desempenho médio mais baixo registou-se no mercado Sul-africano (Johvol), tendo sido aproximadamente igual a -0,4%, semanalmente. Em relação à volatilidade, medida pelo

⁵ bundesrepub.DTL.2002 5% 04/07/2012

⁶ A fórmula utilizada para o cálculo do retorno é igual a $\ln(P_t) - \ln(P_{t-1})$, sendo P_t e P_{t-1} o preço do activo na semana t e na semana $t-1$ (anterior). Todos os activos foram convertidos para o Euros.

desvio padrão, verificou-se que à excepção da África do Sul, que apresentou uma volatilidade semanal bastante elevada, aproximadamente igual a 38,5%, os restantes países e fundos apresentaram uma volatilidade moderada, não superior a 4%, semanalmente. Os valores apresentados pela África do Sul, desde a volatilidade aos valores máximos e mínimos, contrastam com os restantes países escolhidos para a amostra. Em relação ao retorno apresentado pela OT alemão, importa salientar que não foram consideradas as taxas de cupão, que são um rendimento fixo, tendo o retorno sido calculado com base na variação do preço de mercado da obrigação, de forma a permitir incluir esta variável no modelo. No entanto, o conceito de activo sem risco persiste, visto que, investindo neste tipo de activos, o investidor tem um retorno mínimo garantido, o cupão, bem como o direito a receber o valor mutuado no final do período contratado.

4.2.2-Modelo

Para testar a hipótese proposta neste estudo segue-se de perto o modelo econométrico proposto por Kotkatvuori-Ornberg *et al.* (2011), visando quantificar a influência, medida pelo (β), que o desempenho dos índices representativos dos mercados emergentes exerce sobre o desempenho dos fundos de investimento portugueses com foco nos mercados emergentes, sendo essa análise feita recorrendo ao excesso de retorno dos índices em relação à OT alemão (bundesrepub.DTL.2002 5% 04/07/2012), de acordo com a seguinte equação linear:

$$(1) \quad R_p = \alpha + \beta i * \sum_{i=1}^n (R_i - R_f) + \varepsilon \quad (i=1 \dots n)$$

Onde, R_p representa o retorno semanal de um determinado fundo; R_i o retorno semanal do índice representativo de um mercado emergente; R_f o retorno semanal do activo sem risco; α representa a constante do modelo; β_i traduz a influência que a diferença entre o retorno do índice e o retorno do activo sem risco, $(R_i - R_f)$, exerce no retorno do fundo. Considerando que se retira ao (R_i) de todos os índices da amostra o mesmo valor de (R_f) , adoptou-se por convenção que para fazer a análise dos resultados do modelo, a leitura do β_i traduz a influência do retorno dos mercados emergentes, não se considerando objectivamente a influência do desempenho do activo sem risco, embora ela exista matematicamente. Estando as variáveis endógenas e exógenas expressas em termos de retorno percentual, implica que uma variação em módulo igual a 1% na diferença $(R_i - R_f)$ irá originar uma variação igual a β_i no retorno do portfólio em estudo. A equação (1) incorpora o conceito de prémio de risco proposto pelo modelo CAPM.

Para explicar o retorno de cada fundo segue-se o seguinte procedimento:

- 1) Seleccionam-se todos os mercados emergentes da amostra como variáveis exógenas para explicar o retorno de cada fundo em análise. Os resultados estão disponíveis em anexo na Tabela 6;
- 2) De seguida, procede-se a análise dos coeficientes e dos *p-values* dos resultados encontrados, visando seleccionar como variáveis exógenas unicamente os mercados emergentes que sejam estatisticamente significativos a um nível de significância de 5% ($p\text{-value} \leq 0,05$).

3) Por fim, já com os mercados emergentes seleccionados, recorre-se a uma nova regressão que permite analisar a influência que o desempenho dos mercados emergentes exerce sobre o desempenho do fundo em análise. Estes resultados encontram-se na tabela 5.

4) De forma a garantir a validade dos resultados encontrados procede-se a elaboração de um estudo paralelo, que procura testar o mesmo modelo (equação 1), considerando agora que as variáveis exógenas correspondem à primeira diferença das variáveis exógenas consideradas no ponto 3. Os resultados deste estudo encontram-se disponíveis em anexo na tabela 7. Esta análise permite comparar os resultados das duas aproximações, visando analisar a estacionariedade das variáveis do nosso modelo. Como os resultados encontrados pelas duas abordagens foram muito aproximados, sabemos que o modelo apresenta resultados válidos.

Tabela 5. Regressão do retorno de cada um dos fundos em análise em relação ao excesso de retorno (e.r) dos mercados emergentes.

Equação	observações	parâmetros	rmse	r-square	p	chi2
bpib	276	2	0,011	0,875	0,000	1928,930
caixage	276	3	0,017	0,801	0,000	1108,550
esmemgt	276	6	0,016	0,820	0,000	1251,340
finbmem	276	3	0,012	0,233	0,000	83,600
afmerem	276	3	0,023	0,612	0,000	440,450
Coefic. (β)			valor-p	Intervalo conf. 95%		
BPI BR						
E.R Brasil	0,500		0,000	0,459		0,541
E.R México	0,036		0,135	-0,011		0,083
Constante	0,001		0,311	-0,001		0,002
CAIXAGE						
E.R Brasil	0,310		0,000	0,256		0,365
E.R Coreia do Sul	0,322		0,000	0,260		0,383
E.R Rússia	0,084		0,000	0,041		0,128
Constante	-0,001		0,309	-0,003		0,001

ESMEMGT				
E.R Portugal	0,063	0,029	0,007	0,120
E.R Brasil	0,282	0,000	0,224	0,340
E.R México	0,077	0,000	0,029	0,124
E.R Coreia do Sul	0,212	0,000	0,153	0,270
E.R Rússia	0,083	0,000	0,046	0,125
E.R China	0,048	0,004	0,015	0,081
Constante	-0,001	0,347	-0,003	0,001
FINBMEM				
E.R Portugal	0,067	0,022	0,009	0,124
E.R Coreia do Sul	0,094	0,000	0,053	0,140
Constante	0,000	0,831	-0,002	0,001
AFMEREN				
E.R Brasil	0,365	0,000	0,274	0,404
E.R Coreia do Sul	0,204	0,000	0,123	0,284
E.R China	0,118	0,001	0,060	0,168
Constante	-0,001	0,588	-0,003	0,002

Elaborado por: Denilson Vicente

V-ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise da tabela 5 será feita por partes, analisando-se cada fundo de investimento separadamente, de forma a interpretar os valores encontrados para os coeficientes. Importa lembrar que a leitura dos coeficientes β_i , apesar de matematicamente considerar a diferença $(R_i - R_f)$, traduz a influência do desempenho dos índices de mercado das economias emergentes. Assim, será possível quantificar a influência que o desempenho de um mercado emergente específico acarreta no desempenho do fundo de investimento em análise, permitindo analisar a dependência de cada um dos fundos de investimento em relação às economias emergentes, visando responder a uma das questões centrais deste trabalho, que passa por perceber quais têm sido os mercados emergentes mais influentes para os gestores de fundos de investimento em Portugal.

Na respectiva tabela, começando por analisar o fundo de investimento BPI BR, verifica-se que este fundo é focado exclusivamente no mercado brasileiro, visto que das aproximações realizadas a nível econométrico, disponíveis em anexo na tabela 6, somente o índice brasileiro (Ibovespa) apresenta-se como sendo estatisticamente significativo ao nível de significância de 5%. Assim, analisando o coeficiente (β) do índice, concluiu-se que o mercado brasileiro influencia o desempenho do fundo BPI BR, verificando-se que uma subida igual a 1% no retorno semanal do mercado brasileiro implica uma subida igual a 0,50% no retorno semanal do fundo. De acordo com o intervalo de confiança, esta influência pode variar entre 0,46% e 0,54%. Se observarmos a tabela 8, disponível em anexo, concluímos que este fundo investe 96% do seu capital no mercado brasileiro, o que corrobora os resultados estatísticos encontrados. Assim, compreende-se a influência que o mercado brasileiro exerce sobre este fundo de investimento, visto que o fundo contém em carteira alguns dos principais activos da economia brasileira, o que origina uma correlação positiva entre os dois activos, fundo e índice de mercado.

Kotkatvuori-Ornberg *et al.* (2011) defenderam que os fundos que se focam numa região geográfica específica, normalmente apresentam melhor desempenho em relação aos fundos que colocam os seus activos em vários mercados, o que se pode comprovar neste trabalho, visto que o fundo BPI BR, que elege o Brasil como destino único de investimento, foi o que apresentou melhor desempenho no período de análise considerado, como tivemos oportunidade de analisar no capítulo III.

Seguindo a nossa análise, observando os valores encontrados para o fundo CAIXAGE, conclui-se que os gestores deste fundo optaram por uma estratégia diferente

da adoptada pelos gestores do fundo BPI BR, visto que o fundo CAIXAGE apresenta-se dependente de mais de um mercado emergente. Se analisarmos a tabela 9, disponível em anexo, percebemos que a nível geográfico, o fundo aplicou o capital em diferentes mercados, destacando-se o Brasil (17,69%), a Coreia do Sul (16,64%), a China (11,49%) e a Rússia (8,88%). São estes mesmos mercados, à excepção da China, que de acordo com o nosso modelo econométrico exercem maior influência no desempenho do fundo CAIXAGE. De acordo com os resultados encontrados pelo modelo econométrico, tabela 5, quando o retorno semanal do mercado brasileiro, do mercado sul coreano e do mercado russo sobe 1%, o efeito respectivo de cada mercado no retorno semanal do fundo CAIXAGE é igual a 0,31%, 0,32% e 0,08%. Observando o intervalo de confiança para estes índices verifica-se que os coeficientes são sempre positivos, o que indica que o fundo e os índices estão positivamente correlacionados. Conclui-se desde já que o nível de influência que cada mercado emergente exerce sobre o retorno do fundo está positivamente correlacionado com o montante investido no respectivo mercado.

Em relação ao fundo ESMEMGT, a análise da tabela 5 permite afirmar que é o fundo mais diversificado a nível geográfico, tendo os seus activos colocados nos diferentes mercados emergentes seleccionados para este estudo. Se analisarmos a tabela 10, disponível em anexo, verificamos que os gestores do fundo decidiram adoptar uma estratégia de diversificação geográfica, tendo repartido o capital fundamentalmente pelos mercados brasileiro (16,11%), sul coreano (9,05%), chinês (8,99%), sul-africano (8,51%) e russo (7,23%). Os resultados encontrados pelo nosso modelo econométrico, disponíveis na tabela 5, mostram que, mais uma vez, o desempenho do fundo está positivamente correlacionado com o desempenho dos mercados emergentes, variando o

nível de influência com o volume de investimento. Assim, verificamos que o Brasil é a economia emergente que mais condiciona o desempenho do fundo, visto que uma subida igual a 1% no retorno semanal do índice brasileiro proporciona um ganho aproximadamente igual a 0,28% no retorno semanal do fundo. O desempenho do fundo ESMEMGT é ainda condicionado pelo retorno verificado no mercado sul coreano (0,212%), mexicano (0,08%), português (0,06%), russo (0,08%) e chinês (0,05%). Com esta diversificação, os gestores do fundo conseguem estar presentes em vários mercados, o que lhes permite obter ganhos em diferentes regiões geográficas. No entanto, como tivemos a oportunidade de analisar no capítulo III, percebe-se que o retorno médio acumulado foi maior no único fundo que decidiu concentrar-se num único mercado, o fundo BPI BR. Assim, conclui-se que apesar de a diversificação permitir acumular ganhos em diferentes mercados, limita o valor desses mesmos ganhos, num processo de compensação.

Seguindo com a nossa análise, observamos na tabela 11, disponível em anexo, que o fundo FINBMEM apresenta o seu capital colocado em diferentes mercados emergentes, destacando-se o Brasil (16,36%), a Coreia do Sul (9,37%), o México (5,96%) e Israel (5,34%). Este fundo tem ainda investido em Portugal (16,10%) uma fatia considerável do seu capital. Antes de analisar os resultados encontrados para este fundo importa referir que o (R^2) do modelo é muito baixo, sendo aproximadamente igual a 23%, o que limita as conclusões e previsões. A análise da tabela 5, referente aos resultados do modelo econométrico, mostra-nos que apesar da diversificação por diferentes mercados, só o desempenho do mercado português e do mercado sul coreano condicionam o desempenho do fundo FINBMEM. Uma subida igual a 1% no retorno

semanal do índice de mercado português impulsiona o retorno do fundo em 0,07%, sendo esse valor igual a 0,09% caso o retorno semanal do índice sul coreano suba 1%. Verifica-se que apesar de uma fatia considerável do capital do fundo estar investido no mercado brasileiro, o desempenho deste mercado não condiciona de imediato o desempenho do fundo. Conclui-se que o investimento realizado no mercado brasileiro não considerou as principais empresas do mercado, sendo que os activos escolhidos pouco condicionam o desempenho da economia brasileira.

Por último, analisamos os resultados obtidos para o fundo AFMEREN⁷, cujo custodiante é o BCP, e verificamos que o retorno semanal do fundo é condicionado pelo retorno verificado no mercado brasileiro, sendo esta influência considerável, visto que uma subida no retorno do mercado brasileiro igual a 1%, por semana, origina uma subida no retorno semanal do fundo igual a 0,37%. O mercado sul coreano também exerce uma influência acentuada, visto que uma subida do retorno deste mercado igual a 1% proporciona uma subida no retorno semanal do fundo igual a 0,24%. Além destes dois mercados, verifica-se que o mercado chinês também contribui para o desempenho do fundo, visto que uma subida do retorno do mercado chinês igual a 1% proporciona uma subida no retorno semanal do fundo igual a 0,12%. Depois de analisarmos estes valores, verificamos mais uma vez que o nível de influência que um mercado emergente exerce sobre o desempenho do fundo está proporcionalmente ligado ao capital investido pelo fundo no respectivo mercado, no entanto, salienta-se que esta relação só se faz sentir quando os activos escolhidos num determinado mercado têm capacidade para influenciar o retorno do índice de mercado, caso contrário, o capital é diluído por

⁷ Para mais informações sobre este fundo consulte a tabela 12 disponível em anexo

activos com pouca expressão e não se consegue tirar proveito das subidas do mercado onde se coloca o investimento.

Depois de analisarmos os resultados do modelo econométrico e termos complementado esse estudo com informação referente à dispersão do capital por região geográfica de cada fundo, retiramos algumas conclusões que nos pareceram comuns a todos os fundos. Assim, verifica-se que quando os gestores de fundos de investimento em Portugal adoptam uma estratégia de colocação do capital em mercados emergentes, têm no Brasil e na Coreia do Sul os principais destinos de investimento, tendo-se observado que quatro dos cinco fundos analisados apresentaram uma dependência, em termos de retorno semanal, do retorno verificado no índice de mercado brasileiro e sul coreano.

Analisada a relação entre o grau de influência e o montante total de capital que o fundo investe num respectivo mercado, concluímos que, ainda que previsível, quanto maior for o montante investido, maior será o grau de influência. Contudo, percebemos que só quando o capital é concentrado nas principais empresas cotadas na bolsa de valores do mercado emergente é que essa influência se faz sentir no desempenho do fundo, assim, de forma a maximizar o investimento, recomenda-se a não dispersar o capital por activos pouco influentes.

A análise dos resultados obtidos valida a hipótese de estudo proposta, concluindo-se que o retorno dos índices representativos dos mercados emergentes é estatisticamente significativo para explicar o desempenho dos fundos de investimento portugueses com foco nos mercados emergentes.

VI-CONCLUSÃO E TRABALHOS FUTUROS

6.1-Conclusão

Dada a situação económica que se faz sentir actualmente nas economias ocidentais, as economias emergentes têm vindo a ganhar o seu espaço na arena de investimento internacional, uma vez que estas proporcionam taxas de retorno atractivas. Com a elaboração desta investigação procurou-se contribuir com alguma informação referente ao desempenho dos fundos de investimento que colocam o seu capital nos mercados emergentes.

Este estudo é orientado para o mercado português, onde também se faz sentir o efeito da crise económica – financeira que teve o seu início em meados de 2007 e que se agravou, em Portugal, devido a uma série de factores estruturais que não têm permitido alcançar a recuperação da economia. Assim, pretende-se explorar algumas das possibilidades de investimento alternativas às disponíveis para investir na economia nacional, onde assistimos a uma desvalorização dos activos cotados em bolsa.

Como já se referiu anteriormente, este trabalho procura analisar a influência que o retorno alcançado por um determinado índice de mercado emergente tem sobre o retorno dos fundos de investimento portugueses que colocam o capital nas economias emergentes, tendo-se concluído que o desempenho dos fundos de investimento está positivamente correlacionado com o retorno apresentado pela economia emergente que se escolhe para destino de investimento. Contudo, da análise dos nossos resultados concluímos que para que haja esta relação é necessário que os gestores dos fundos de investimento apliquem o capital em activos que consigam influenciar o desempenho das

economias emergentes, devendo-se evitar a dispersão do capital por activos pouco expressivos. O grau de influência está directamente relacionado com o montante de capital colocado na respectiva economia emergente.

Quando se concentra toda a atenção num só mercado económico consegue-se acumular maior experiência e deter informação de mercado mais precisa, o que possibilita aos gestores do fundo tomar decisões de investimento mais conscientes. Assim, vimos que o fundo BPI BR, que investe o seu capital unicamente no Brasil foi o que apresentou o retorno médio acumulado mais elevado. No entanto, importa referir que deve-se ter em conta a diversificação de activos para garantir a diminuição do risco do portfólio.

A elaboração deste trabalho permitiu ainda conhecer quais os mercados emergentes mais solicitados pelos gestores portugueses, tendo-se concluído que o Brasil e a Coreia do Sul têm atraído uma boa fatia do investimento português. Importa salientar neste ponto que, se a indicação da Coreia do Sul como um dos principais destinos de investimento do capital português constitui uma surpresa, a indicação do Brasil já era de se esperar, devido a um conjunto de factores, dos quais destacamos a proximidade histórico – cultural, a língua, as elevadas taxas de crescimento apresentadas pelo Brasil e ainda o facto de algumas das principais empresas portuguesas terem investimento directo na economia brasileira, caso da Galp e da Portugal Telecom.

6.2-Limitações do trabalho

Os resultados encontrados com a elaboração deste trabalho estão sujeitos a algumas reservas, visto que não se contemplou a totalidade de fundos de investimento portugueses que definem como estratégia à colocação do capital nos mercados

emergentes, tendo-se seleccionado uma amostra que se considerou ser representativa. Por outro lado, não se incluiu na amostra a totalidade de mercados emergentes, tendo-nos limitado a um grupo de seis países, que consideramos ser representativos desta classe de economias emergentes. No entanto, consideramos que os resultados encontrados são significativos, uma vez que a amostra representa a população total em estudo.

6.3-Trabalhos futuros

A elaboração deste trabalho teve como base os estudos realizados por Kotkatvuori-Ornberg *et al.* (2011) e por Cao e Jayasuryia (2011), tendo sido feita uma adaptação ao mercado português, de forma a perceber como funcionam os fundos de investimento portugueses nos mercados emergentes. Este estudo abrangeu o período compreendido entre 08 de Setembro de 2006 e 31 de Dezembro de 2011, não tendo sido feita uma distinção temporal entre o momento anterior, posterior e o auge da crise financeira. Assim sendo, seria interessante elaborar uma análise aos coeficientes (β) dos diferentes mercados durante a crise financeira, de forma a comparar esses valores com os encontrados neste estudo, para que se pudesse concluir sobre o comportamento dos mercados emergentes durante a crise financeira, constatando-se ainda se houve um investimento ou desinvestimento nos mercados emergentes por parte dos gestores de fundos portugueses.

BIBLIOGRAFIA

- Abugri, B., & Dutta, S. (2009). Emerging market hedge funds: do they perform like regular hedge funds? *Journal of International Financial Markets Institutions & Money*, 5, pp. 834-849.
- Bekaert, G., & Harvey, C. (1997). Emerging Equity Market Volatility. *NBER working paper N° w5307*.
- Cao, B., & Jayasuriya, S. (2011). Market volatility and hedge fund returns in emerging markets. *Applied Financial Economics*, 5, pp. 1691-1701.
- CMVM. (2009). O perfil do investidor particular português. *Estudos CMVM n°3*.
- Coval, J., & Moskowitz, T. (2001). The geography of investment: informed trading and asset prices. *Journal of Political Economy*, 4, pp. 811-841.
- Detzel, F., & Weigand, R. (1998). Explaining Persistence in Mutual Fund Performance. *Financial Services Review*, 1, pp. 45-55.
- Ferreira, M., Massa, M., & Matos, P. (2011). The geography of mutual funds: the advantage of distant investors. *Working Paper, INSEAD*.
- Gottesman, A. A., & Morey, M. R. (2007). Predicting emerging market hedge fund performance. *The Journal of Investing*, 16, pp. 111-122.
- Grubel, H. G. (1968). Internationally diversified portfolios: welfare gains and capital flows. *American Economic Review*, 58, pp. 1299-1314.

- Hau, H. (2001). Location matters: an examination of trading profits. *Journal of Finance*, 56, pp. 1959-1983.
- Khambata, D. (2000). Impact of foreign investment on the volatility and growth of emerging stock markets. *Multinational Business Review*, 3, pp. 50-59.
- Kotkatvuori-Ornberg, J., Nikkinen, J., & Peltomaki, J. (2011). Geographical focus in emerging markets and hedge fund performance. *Emerging Markets Review*, 12, pp. 309-320.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7, pp. 77-91.
- Peltomaki, J. (2008). Emerging market hedge funds and the Yen carry trade. *Emerging Markets Review*, 3, pp. 220-290.
- Teo, M. (2009). The geography of hedge funds. *Review of Financial Studies*, 9, pp. 3531-3561.

ANEXOS

Tabela 6. Resultados do modelo que considera todos os mercados emergentes como variáveis exógenas.

Equação	observações	parâmetros	rmse	r-square	p	chi2
bpiib	276	7	0,011	0,879	0,000	2022,090
caixage	276	7	0,017	0,810	0,000	1155,480
esmemgt	276	7	0,016	0,821	0,000	1262,250
finbmemb	276	7	0,012	0,252	0,000	93,090
afmerem	276	7	0,022	0,637	0,000	483,640
Coeffic. (β)			valor-p	Intervalo conf. 95%		
BPI BR						
E.R Portugal	-0,058		0,065		-0,120	0,004
E.R Brasil	0,511		0,000		0,462	0,560
E.R México	0,072		0,007		0,020	0,123
E.R Africa do Sul	-0,003		0,072		-0,007	0,000
E.R Coreia do Sul	0,002		0,945		-0,042	0,044
E.R Rússia	-0,020		0,240		-0,055	0,014
E.R China	0,030		0,082		-0,004	0,063
Constante	0,000		0,524		0,000	0,002
CAIXAGE						
E.R Portugal	0,056		0,239		-0,037	0,150
E.R Brasil	0,229		0,000		0,156	0,302
E.R México	0,084		0,034		0,007	0,163
E.R Africa do Sul	-0,003		0,277		-0,008	0,002
E.R Coreia do Sul	0,289		0,000		0,223	0,353
E.R Rússia	0,103		0,000		0,051	0,154
E.R China	0,028		0,317		-0,025	0,080
Constante	0,000		0,394		-0,003	0,001
ESMEMGT						
E.R Portugal	0,121		0,007		0,033	0,208
E.R Brasil	0,214		0,000		0,145	0,282
E.R México	0,132		0,000		0,059	0,205
E.R Africa do Sul	-0,001		0,812		-0,006	0,004
E.R Coreia do Sul	0,182		0,000		0,121	0,243
E.R Rússia	0,112		0,000		0,063	0,160
E.R China	0,065		0,007		0,017	0,112
Constante	-0,001		0,474		-0,003	0,001

Tabela 6. Continuação

FINBMEM				
E.R Portugal	0,063	0,057	-0,002	0,128
E.R Brasil	-0,032	0,208	-0,083	0,018
E.R México	0,060	0,030	0,006	0,114
E.R Africa do Sul	-0,001	0,444	-0,005	0,002
E.R Coreia do Sul	0,075	0,001	0,030	0,120
E.R Rússia	0,014	0,418	-0,021	0,049
E.R China	0,014	0,426	-0,021	0,049
Constante	0,000	0,838	-0,002	0,001
AFMEREN				
E.R Portugal	0,100	0,109	-0,022	0,220
E.R Brasil	0,202	0,000	0,108	0,297
E.R México	0,092	0,073	-0,009	0,193
E.R Africa do Sul	-0,004	0,268	-0,011	0,003
E.R Coreia do Sul	0,141	0,001	0,057	0,223
E.R Rússia	0,085	0,012	0,019	0,152
E.R China	0,140	0,000	0,074	0,204
Constante	0,000	0,774	-0,003	0,002

Elaborado por: Denilson Vicente

Tabela 7. Resultados do modelo da 1ª diferença. Estudo da estacionariedade.

Equação	observações	parâmetros	rmse	r-square	p	chi2
bpiib (D1)	275	2	0,018	0,874	0,000	1904,360
caixage (D1)	275	3	0,029	0,748	0,000	812,170
esmemgt (D1)	275	6	0,025	0,770	0,000	947,220
finbmem (D1)	275	3	0,018	0,171	0,000	53,360
afmerem (D1)	275	3	0,037	0,517	0,000	302,290
Coeffic. (β)			valor-p	Intervalo conf. 95%		
BPI BR						
E.R Brasil (D1)	0,485		0,000		0,440	0,529
E.R México (D1)	0,069		0,008		0,018	0,121
Constante	0,000		0,997		-0,002	0,002
CAIXAGE						
E.R Brasil (D1)	0,310		0,000		0,251	0,367
E.R Coreia do Sul (D1)	0,313		0,000		0,242	0,384
E.R Rússia (D1)	0,075		0,004		0,024	0,125
Constante	0,000		0,986		-0,003	0,003
ESMEMGT						
E.R Portugal (D1)	0,073		0,029		0,008	0,139
E.R Brasil (D1)	0,242		0,000		0,181	0,303
E.R México (D1)	0,104		0,000		0,051	0,156
E.R Coreia do Sul (D1)	0,213		0,000		0,149	0,276
E.R Rússia (D1)	0,050		0,023		0,007	0,093
E.R China (D1)	0,024		0,213		-0,014	0,063
Constante	0,000		0,998		-0,003	0,003
FINBMEM						
E.R Portugal (D1)	0,070		0,022		0,011	0,129
E.R Coreia do Sul (D1)	0,087		0,000		0,043	0,130
Constante	0,000		0,973		-0,002	0,002
AFMEREN						
E.R Brasil (D1)	0,332		0,000		0,263	0,401
E.R Coreia do Sul (D1)	0,150		0,001		0,060	0,240
E.R China (D1)	0,113		0,000		0,051	0,176
Constante	0,000		0,974		-0,004	0,004

Elaborado por: Denilson Vicente

Tabela 8. Ficha técnica do fundo BPI Brasil.

Alocação de activos em 30/11/11		As 9 mais representativas	% LÍq.
Tít. Públicos	29,95%	BLFT 0 09/07/13	16,23
Tít. Privado	0%	BLFT 0 03/07/13	13,72
Hipoteca	0%	Itaú Unibanco Holding	5,23
Preferencial	0%	Banco Bradesco SA	5,2
Tít. Municipais	0%	Petróleo Brasileiro SA	3,68
Acções	66,12%	Cia. De Bebidas das Am	3,27
Caixa e Outros	3,93%	Vale SA	2,51
Alocação sector/geográfico em 30/11/11		BRF- Brasil Foods SA	2,32
Soberano	29,95	Banco do Brasil SA	2,24
Bancos	19,56	Custodiante	BPI
Ferro/aço	8,3	Isin: PTYPIDLM0011	
Petróleo e gás	7,79		
Alimentação	4,72		
Serviços finan-diversos	3,5		
Brasil	96,07		

Fonte: Bloomberg

Tabela 9. Ficha técnica do fundo Caixage PL.

Alocação de activos em 30/11/11		As 10 mais representativas	% LÍq.
Tít. Públicos	0,00%	Samsung Electronics Co	4,62
Tít. Privado	1%	China Mobile Ltd	3,01
Hipoteca	0%	Petróleo Brasileiro SA	2,128
Preferencial	0%	Sberbank of Russia	2,03
Tít. Municipais	0%	Taiwan Semiconductor	1,86
Acções	94,66%	Gazprm OAO	1,82
Caixa e Outros	4,64%	Vale SA	1,82
Alocação sector/geográfico em 30/11/11		Petróleo Brasileiro SA	1,74
Petróleo e gás	15,28	db x-trackers- MSCI E	1,69
Bancos	14,15	Itaú Unibanco Holding	1,69
Telecomunicações	10,8	Custodiante	CGD SA
Semicondutores	7,52	Isin: PTCXGKLM002	
Ferro/aço	4,37		
Varejo	3,87		
Brasil	17,69		
Coreia do Sul	16,64		
China	11,49		
Rússia	8,88		
Hong Kong	6,99		

Fonte: Bloomberg

Tabela 10. Ficha técnica do fundo Esmemgt PI

Alocação de activos em 30/11/11		As 10 mais representativas	% LÍq.
Tít. Públicos	0,00%	MTN Group Ltd	4,02
Tít. Privado	0%	China Mobile Ltd	2,74
Hipoteca	0%	Gazprm OAO	2
Preferencial	0%	Itaú Unibanco Holding	1,82
Tít. Municipais	0%	Arcos Dorados Holdings	1,61
Acções	94,80%	Lojas Renner SA	1,59
Caixa e Outros	4,82%	Zenith Bank PLC	1,53
Alocação sector/geográfico em 30/11/11		Rosneft Oil Co	1,45
Bancos	19,55	Samsung Electronics Co	1,4
Telecomunicações	15,65	Petróleo Brasileiro SA	1,37
Varejo	8,11	Custodiante	BES
Petróleo e gás	7,36	Isin: PTYESOLM0001	
Alimentação	5,1		
Bebidas	3,71		
Brasil	16,11		
Coreia do Sul	9,05		
China	8,99		
África do Sul	8,51		
Rússia	7,23		

Fonte: Bloomberg

Tabela 11. Ficha técnica do fundo Finbmem Pl.

Alocação de activos em 30/11/11		As 10 mais representativas	% LÍq.
Tít. Públicos	20,39%	Samsung Electronics Co	5,49
Tít. Privado	7%	PORTB 0 12/23/11	4,02
Hipoteca	0%	PORTB 0 01/20/12	4
Preferencial	0%	Buenos 2 05/01/20	3,85
Tít. Municipais	0%	BBVASM 4.799 05/17/1	3,69
Acções	69,47%	iShares MSCI Pacific	3,58
Caixa e Outros	3,42%	iShares MSCI Emerging	3,4
Alocação sector/geográfico em 30/11/11		Freeport-McMoran Coppe	3,29
Soberano	16,54	iShares S&P Latin Amer	3,12
Telecomunicações	13,09	Calik 8 03/05/12	3,03
Bancos	10,22	Custodiante	Finibanco
Mineração	8,46	Isin: PTYDAELM0004	
Petróleo e gás	5,84		
Semicondutores	5,71		
Brasil	16,36		
Portugal	16,1		
Coreia do Sul	9,37		
México	5,96		
Israel	5,34		

Fonte: Bloomberg

Tabela 12. Ficha técnica do fundo Afmerem PI.

Alocação de activos em 30/11/11		As 10 mais representativas	% LÍq.
Tít. Públicos	0,00%	Samsung Electronics Co	4,59
Tít. Privado	3%	Taiwan Semiconductor	2,95
Hipoteca	0%	Gazprm OAO	2,36
Preferencial	0%	Itaú Unibanco Holding	2,31
Tít. Municipais	0%	Sberbank of Rússia	2,03
Acções	95,80%	China Mobile Ltd	1,83
Caixa e Outros	1,44%	Astra International Tb	1,68
Alocação sector/geográfico em 30/11/11		CNOOC Ltd	1,64
Bancos	14,15	Shoprite Holding ltd	1,62
Petróleo e gás	12,68	MTN Group Ltd	1,62
Varejo	7,74	Custodiante	BCP
Semicondutores	7,53	Isin: PTYAFGLM0000	
Telecomunicações	6,55		
Serviços financ-diversos	6,4		
Brasil	17,01		
Coreia do Sul	16,6		
China	12,44		
Taiwan	9,09		
Rússia	8,56		

Fonte: Bloomberg

Tabela 13. Lista dos 1's 35 fundos de investimento com domicílio em Portugal. Encontram-se ordenados por ordem decrescente de taxa de retorno total. (Obs: Dados recolhidos em Abril 2012)

Nome	Tot Ret Ytd	Std Dev 6M	Sharpe 6M
MILLENNIUM EUROFINANCEIRAS	20,55	44,62	1
MONTEPIO EURO FINANCIAL SERV	19,24	45,81	0,63
BANIF EURO FINANCEIRAS	18,99	22,03	-1,08
EURO FUTURO BANCA E SEGUROS	18,04	45,97	0,69
BPI PERPETUAS FEI	17,97	31,18	-0,27
BPI PERPETUAS II FEI	17,79	31,04	-0,25
BPI BRASIL VALOR	16,76	31,63	0,87
FINIFUNDO ACCOES INTERNACION	16,18	28,46	1,07
ES MULTIREFORMA ACCOES	14,04	25,75	0,84
BNP ACCOES GLOBAL	12,59	30,45	1,18
BPI BRASIL	12,14	20,08	1,97
MULTI GESTAO MERCADOS EMERG	11,46	21,9	0,81
CARREGOSA BR VLR MOB AB FLE	11,37	24,37	1,6
ESPIRITO SANTO BRASIL	11,34	18,17	1,71
CAIXAGEST ACCOES EMERGENT	10,99	22,44	1,44
MILLENNIUM MERCADOS EMER	10,89	22,23	1,22
ESPIRITO SANTO ACCOES EUROPA	10,74	28,25	1,19
BANIF AMERICA LATINA	10,73	18,76	1,47
ESPIRITO SANTO MERCADOS EM	10,67	18,99	1,27
BNP VALORIZACAO	10,59	21,7	1,09
CAIXAGEST ACCOES ORIENTE	10,46	27,29	1,62
EURO FUTURO CICLICO	10,01	29,55	1,54
CAIXAGEST ACCOES EUROPA	9,82	34,68	0,91
IMOLUX	9,81	30,68	-0,93
FINIGLOBAL	9,73	11,76	0,87
POSTAL ACCOES	9,59	33	0,94
BPI AFRICA FD INV AB EM ACCO	9,53	21,96	1,59
BBVA BOLSA EURO	9,45	36,79	0,62
FINIBOND MERCADOS EMERGE	9,43	19,03	0,73
BANIF EURO ACCOES	9,41	35,49	0,63
BPI EURO GRANDES CAPITALIZAC	9,26	33,87	0,75
MG ACCOES EUROPA	9,23	32,61	0,77
BPI REESTRUTURACOES	9,01	24,71	0,36
POPULAR ACCOES	8,86	28,4	0,95
CAIXAGEST OBRIGACOES MAIS	8,79	5,21	1,31

Fonte: Bloomberg